



## Tilburg University

### Beschouwingen rondom 'Ondernemingsfinanciering'

Duffhues, P.W.J.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1977

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Duffhues, P. W. J. (1977). Beschouwingen rondom 'Ondernemingsfinanciering'. *Maandschrift Economie*, 41(6), 289-301.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

## BESCHOUWINGEN RONDOM 'ONDERNEMINGSFINANCIERING'

door

P.J.W. DUFFHUES\*)

### 1. Inleiding

Het in 1971 door H.C. Wytzes gepubliceerde boek 'Ondernemingsfinanciering: theorie en politiek' (Stenfert Kroese B.V., Leiden) heeft in de nederlandse vakpers - voorzover kan worden overzien - weinig reacties opgeroepen. Ons is slechts één korte bespreking bekend t.w. die van F.W.C. Blom in Economisch-Statistische Berichten van 1 maart 1972. Onlangs is de tweede druk van het boek verschenen. Opnieuw heeft Blom het gerecenseerd (Intermediair van 3 december 1976). Mede door het verschijnen van deze jongste recensie van het boek - welke wij in zijn algemeenheid evenmin kunnen onderschrijven als de eerste - maar vooral omdat het nederlandse taalgebied slechts zelden wordt verrijkt met een nieuw leerboek over ondernemingsfinanciering, lijkt het gewenst uitvoeriger stil te staan bij het verschijnen van Wytzes' boek. Dat dit in artikelvorm gebeurt, heeft als voordeel dat op bepaalde punten wat dieper kan worden ingegaan dan anders in het beperkte bestek van een traditionele recensie mogelijk zou zijn geweest.

### 2. Het boek als zodanig

Degenen die bij eerste oogopslag - niet geheel ten onrechte - een drastische inperking van de inhoud van de eerste druk zouden veronderstellen, komen anders uit. Het meer handzame formaat van de tweede druk gaat niet gepaard met een beperking van het grote aantal in de eerste druk behandelde onderwerpen noch met een minder brede behandeling. Integendeel: twee nieuwe hoofdstukken zijn aan de oude stof toegevoegd. Deze handelen over het saneringsproces van in moeilijkheden geraakte ondernemingen resp. over concernfinanciering en de multinationale onderneming. Daarnaast is in het algemeen meer aandacht besteed aan het inflatieverschijnsel waarover verspreid in het boek enkele nieuwe paragrafen handelen.

De stijl van het boek is t.o.v. de eerste druk niet veranderd: de beschrijvende stijl die de eerste druk in het algemeen kenmerkte, vinden we terug in de tweede druk.

---

\*) Wetenschappelijk medewerker bij de vakgroep Financiering van de onderneming, Katholieke Hogeschool Tilburg.

Evenals in de eerste druk beoogt de schrijver het bijbrengen van een ruim algemeen inzicht in de financieringsproblemen van ondernemingen. Op een veelheid van detailvragen kan daarbij niet worden ingegaan. De eerste druk bevatte voorts de uitspraak dat 'te grote abstractie' zou worden vermeden en dat het boek ook aandacht wilde schenken 'aan de beleidsaspecten die zich aan de leiding manifesteren op financieel gebied'. Wij nemen aan dat deze intenties ook van toepassing zijn op de tweede druk.

Tot welke grote produktie deze uitgangspunten hebben geleid, wordt duidelijk wanneer men de inhoudsopgave nader bekijkt: acht volle pagina's beschrijven het indrukwekkende arsenaal van deelonderwerpen die Wytzes zijn lezers in 621 pagina's zal voorschotelen. De tweede druk van het boek omvat 16 hoofdstukken met een afsluitend, drastisch ingekrompen register.

De opbouw van het boek is als volgt. Na een tweetal inleidende hoofdstukken die handelen over 'Het ondernemen' en over 'Planning en controle' geeft de schrijver in hoofdstuk 3 een aantal beschouwingen over de vermogensmarkt. Met dit laatste als uitgangspunt volgt een behandeling van het financieringsprobleem in enge zin. Het eerste deel van deze behandeling, in de hoofdstukken 4, 5 en 6, betreft de vergroting van het eigen vermogen van de onderneming, inclusief de emissie- en dividendpolitiek. Vervolgens komt in de hoofdstukken 7 en 8 de vergroting van het vreemd vermogen van de onderneming aan de orde waarbij bijzondere aandacht uitgaat naar de converteerbare obligatie. In hoofdstuk 9 wordt de behandeling van de financieringsproblematiek afgerond met het aan de orde stellen van de optimale vermogensstructuur. In de hoofdstukken 10, 11 en 12 worden de componenten van het bedrijfskapitaal besproken waarna in hoofdstuk 13 een behandeling van het investeringsvraagstuk volgt. De drie laatste hoofdstukken van het boek bevatten enkele bijzondere onderwerpen. Hoofdstuk 14 bevat het onderwerp 'Fusies en acquisities', hoofdstuk 15 handelt over 'Concernfinanciering, multinationale ondernemingen', en hoofdstuk 16 vraagt de aandacht voor 'Financiële sanering; liquidatie'.

Aan het eind van elk hoofdstuk volgt een bijgewerkte waardevolle literatuuropgave met zowel uiterst abstracte als zeer beschrijvende werken. Het is onze indruk dat de schrijver deze literatuur primair presenteert als specialistische, te raadplegen literatuur zonder de pretentie dat deze in de tekst van het boek steeds een neerslag heeft gekregen.

### **3. Een algemeen oordeel**

Doordat het boek de genoemde brede opzet heeft gekregen en tegelijkertijd niet 'te abstract' wil zijn, ontstaat een verzameling van overwegend opstelachtige, beschrijvende beschouwingen over veelal praktisch gerichte deelonderwerpen waartussen o.i. te weinig verband wordt gelegd. Dit laatste is te betreuren omdat hierdoor aan de opzet van het boek als *leerboek* tekort wordt gedaan. Het



*noemen* van de vele beleidsaspecten op financieel gebied - op zichzelf vanzelfsprekend uiterst waardevol - heeft naar onze mening een te zwaar accent gekregen ten koste van de *uitwerking* van beslissingsproblemen, of anders geformuleerd: het boek bevat relatief veel financieringsaspecten en relatief weinig financieringstheorie.

Zoals gezegd is de sterke kant van het boek gelegen in de vaak zeer grondige bespreking van de achtergronden en de aspecten van financiële beslissingsproblemen, in een eenvoudig gehouden presentatie. De lezer krijgt daarbij informatie over allerlei zaken van feitelijke en terminologische aard. Met behulp hiervan kunnen nietingewijden zich conform de opzet van het boek oriënteren over de vele aspecten verbonden aan de aan de orde gestelde problemen.

Een goed voorbeeld hiervan biedt hoofdstuk 6 dat gewijd is aan de dividendpolitiek. Een groot aantal informatieve paragrafen passeert in dit hoofdstuk de revue zoals de verschillende dividendvormen, de verschillende mogelijkheden m.b.t. dividendstabilisatie, de belastingaspecten van dividenduitkeringen, de vormen van conversie van reserves in aandelenkapitaal, de opsomming van factoren die de hoogte van het contante dividend beïnvloeden, het onderscheid tussen bedrijfseconomische winst en te publiceren winst, enz. Aan een 'up to date' behandeling van deze onderwerpen zoals Wytzes die geeft, bestond o.i. grote behoefte in het onderwijs en mogelijk ook in de praktijk.

Een ander goed voorbeeld is hoofdstuk 12 dat handelt over het liquiditeitsvraagstuk. De daarin gegeven beschouwingen over de liquiditeit van activa en van de onderneming, liquiditeit en balansverhoudingen, het netto-bedrijfskapitaal, de bewegingsbalans, de current ratio, de liquiditeitsprognose, het liquiditeitsbeleid e.a. zijn o.i. zeer waardevol uitgewerkt niet in het minst omdat de schrijver ook hier het besprokene met cijfervoorbeelden toelicht. Talloze andere voorbeelden van 'aspect'-behandeling vindt men in de hoofdstukken 3 (Beschouwingen over de vermogensmarkt), 4 (Het eigen vermogen van de onderneming), 5 (Emissie van aandelen), 7 (Gebruik van vreemd vermogen), 8 (Converteerbare obligatie), 10 (Vorraden vlottende activa), 11 (Leverancierskrediet en factoreren), 14 (Fusies en acquisities), 15 (Concernfinanciering en multinationale ondernemingen) en 16 (Financiële sanering en liquidatie). Het is onze mening dat het boek dank zij de hierbedoelde kwaliteiten een waardevolle aanwinst is voor de nederlandse financieringsliteratuur. Het kan hierdoor fungeren als wegwijzer voor degenen die met het vak kennismaken en daarbij een praktische behandeling prefereren. Theoretisch kan het boek veel minder bevredigen: het is te weinig beslissingsgeoriënteerd. Dit laatste belangrijke punt zal in de volgende paragrafen verder worden uitgewerkt. Daarbij zal ook aandacht worden besteed aan een aantal passages in het boek welke voor specifieke kritiek in aanmerking komen. Evenmin als hierboven bij de bespreking van de positieve zijde van het boek naar volledigheid kon worden gestreefd, kan ook nu slechts een beperkt aantal punten de revue passeren.

#### 4. Het ondernemen

Het eerste hoofdstuk, waarbij wij wat langer zullen stilstaan is gewijd aan 'Het ondernemen'. Hierin komen o.a. aan de orde 'Wat is ondernemen?', 'Ondernemen in een onderneming', 'Functierisico en vermogensrisico', doelstellingen van participanten, ontstaan van het financieringsprobleem, en de rol van de financiële functionaris. Ondernemen blijkt nauw samen te hangen met het aanwenden 'van arbeidskracht of vermogen (in financiële zin), vooruitlopend op een gunstig economisch oordeel over de resultaten van deze aanwending, zonder dat er een onmiddellijke moeiteloze aanpassingsmogelijkheid aan een gunstig oordeel bestaat'.

De schrijver zou deze definitie belangrijk hebben kunnen verduidelijken indien het element onzekerheid hierin onmiddellijk was verwerkt. De lezer krijgt nu een moeilijke en toch niet zoveel zeggende omschrijving gepresenteerd waarvan hij eerst in 1.3 zal begrijpen dat de onzekerheid centraal dient te staan. Het is een nogal typerende start van het boek. Het in hetzelfde hoofdstuk behandelde onderwerp over functie- en vermogensrisico getuigt hier ook van. Of de vermogensverschaffer naast het evidente vermogensrisico niet ook functierisico loopt, is ons na het lezen van 1.4 niet duidelijk. Oorzaak is het feit dat de twee risicobegrippen niet duidelijk worden gedefinieerd waardoor de vermogensverschaffers gezien als dienstverleners t.o.v. de onderneming ook als dragers van functierisico kunnen worden bestempeld. Beide begrippen spelen overigens in de rest van het boek geen rol van betekenis meer.

In 1.7 beschrijft Wytzes de doelstellingen van de participanten in de onderneming en de rol van de leiding: het streven naar winst en 'naar alle waarschijnlijkheid' ook groei is een doelstelling die door 'een belangrijk aantal' participanten zal worden nagestreefd. De leiding streeft lang niet altijd naar winstmaximalisatie noch behoort zij daarnaar zonder meer te streven. Naast de doelstellingen van de participanten zijn er doelstellingen die de samenleving aan de onderneming oplegt (blz. 27). Deze zijn, samengevat: a) een goed rendement b) een zekere stabiliteit . . . uit allerlei overwegingen c) expansie, zij het niet steeds even krachtig en d) afzetprijs in redelijk verband tot de kosten. Bij conflicten overheersen de normen van de samenleving die van de participanten. Onze konklusie is dat zowel de participanten als de samenleving streven naar ondernemingswinst, ondernemingsgroei en ondernemingsstabiliteit (continuïteit), in enigerlei intensiteit en combinatie. Het is jammer dat het boek de uitwerking van deze gedachten laat liggen. Daardoor blijven het nogal vage niet-operationele ondernemingsdoelstellingen waarmee men in concrete beslissingssituaties niet verder komt.

Paragraaf 1.13 handelt over 'methodologische opmerkingen'. Aan de orde komen de empirische methode, de deductieve benadering en de normatieve benadering. Na duidelijke relativering van de mérites van deze methoden komt



de schrijver op blz. 27-28 met de eigen opvatting toegespitst op de financiering. Deze stelt teleur omdat zij aansluit bij de strikt traditionele opvatting dat een set van 'algemene *normatieve* beginselen voor de financiering' (cursivering D.) zou bestaan in de zin van beleidslijnen die door de leiding van de onderneming behoren (dienen) te worden gevolgd. Hoewel de auteur erkent dat er discussie mogelijk is over de vraag of dergelijke normen met een algemene strekking kunnen worden geformuleerd, staat het antwoord voor de schrijver - zonder nadere discussie - toch vast. De daarna volgende opsomming van normen bevat, hoewel eerder (blz. 25-26) op het belang van precisering was gewezen, weinig precisie. Deze normen zijn: a) het beginsel van de soliditeit b) financiering tegen de laagste kosten c) zekere mate van flexibiliteit en d) onafhankelijkheid jegens de financiers. Dat de wijze waarop deze normen in praktijk moeten worden gebracht, moeilijkheden oplevert verbaast dan niet; in deze en de latere formulering zijn zij immers niet operationeel. Aldus ontstaat de paradox dat de praktijk moeite heeft met een praktisch gericht boek. Rest ons in dit verband nog op te merken dat het boek behalve de genoemde normatieve inslag toch ook - verspreid - deductieve elementen bevat m.n. in de meer theoretische hoofdstukken. In 1.14 behandelt de schrijver de vraag welke problemen zich aan de financiële functionaris in de onderneming kunnen voordoen. In principe is dit een onbeperkt aantal omdat alle ondernemingsactiviteiten een financieel aspect vertonen. Speciale taken zijn a) de financiële planning en controle b) de zorg voor de optimale vermogensstructuur c) de dividend- en reserveringspolitiek d) de liquiditeit van de onderneming en e) het beoordelen van afzonderlijke investeringsplannen. Het valt op dat in deze opsomming zo nadrukkelijk wordt gesproken van afzonderlijke investeringsplannen. De beoordeling van het superproject 'onderneming' als verzameling van deelprojecten komt hierdoor te ontbreken; aan de onderling relaties tussen deelprojecten wordt daarmee onvoldoende aandacht geschonken. Een tweede kanttekening past de plaats van behandeling van het investeringsprobleem: het staat betrekkelijk weggedrukt in het boek behandeld, vlak voor de bijzondere onderwerpen. Tenslotte zou ook de samenhang van het investeringsvraagstuk met de hoofdstukken handelend over het bedrijfs- of werkkapitaal duidelijker dan nu het geval is, kunnen worden belicht.

## **5. Planning en controle**

Heel boeiend behandelt hoofdstuk 2 opnieuw een groot aantal onderwerpen zoals de onderneming als systeem, het operationeel maken van doelstellingen, de cybernetica, het leerproces als aspect van het proces van planning en controle, de resultatenprognose, de evenwichtsanalyse, de liquiditeit, de voorgecalculeerde balans, de kengetallenanalyse, de financiële controle en de planning op lange termijn. In het algemeen is de materie in dit hoofdstuk behoorlijk abstract. Als punt van kritiek zouden wij willen noemen het gebrek aan evenwicht tussen

datgene wat in dit hoofdstuk in het algemeen wordt voorgestaan enerzijds en de verwerkelijking in de volgende hoofdstukken anderzijds. Met name doelen wij op de later in het boek nogal eens gemiste doch eerder beleden operationaliteit van doelstellingen (blz. 42) die de auteur noodzakelijk acht voor het doelmatig sturen van de onderneming. Een goed voorbeeld biedt hoofdstuk 12. De vraag doet zich daarbij voor waarin de 'verwachte doeltreffendheid' van de alternatieven bestaat bij het op blz. 417 behandelde liquiditeitsbeheer? Dit wordt bij figuur 12.3 niet toegelicht. Is dat de kans dat de liquiditeit zal worden gehandhaafd dan kunnen B en D onmiddellijk als inferieur worden aangemerkt. Voegt men ook nog een doelstelling toe bijv. een of ander aspiratieniveau m.b.t. de kans op (il)liquiditeit dan kan onmiddellijk blijken of en zo ja welke van de twee overblijvende alternatieven het meest doeltreffend is. Misschien blijken beide wel aanvaardbaar. Interpreteert men anderzijds doeltreffendheid in de negatieve zin van de onzekerheidsgraad behorend bij een verwacht kostentotaal van een maatregel dan vallen A, C en D af en is B optimaal, uitgaande van risicoafkeer van de beslisser.

## **6. De financiering**

De hoofdstukken 3 t/m 8 behandelen, zoals eerder opgemerkt, de financiering van de onderneming. In paragraaf 3 van dit artikel hebben wij reeds gewezen op de vele positief te waarderen uiteenzettingen in deze hoofdstukken.

Bedoeld zijn o.a. de beschouwingen over de verschillende financieringsbronnen, de indeling van de vermogensmarkt, de samenhang tussen deelmarkten, de rol van financiële instellingen, feitelijke gegevens m.b.t. marktrentevoeten, eigenschappen van eigen vermogen, terminologiekwesties, soorten van aandelen, soorten van aandelenplaatsing, vormen van vreemd vermogen, aflossingsmodaliteiten, obligatierendement, hefboomeffect, vreemd vermogen en inflatie en een zeer groot aantal aspecten van de converteerbare obligatie. De schrijver moet over een enorme dosis moed hebben beschikt om zich te kunnen zetten aan deze veelomvattende taak. De volgende kanttekeningen doen dan ook niets af aan onze bewondering voor het verrichte werk:

- in hfdst. 4 ontbreekt de behandeling van de Wet op de jaarrekening. O.i. mag dit onderwerp hier niet ontbreken. De nu wel opgenomen maar zeer korte beschouwingen over reserves, voorzieningen en aansprakelijk vermogen zouden dan meer reliëf krijgen.
- in hfdst. 5 wordt o.i. de problematiek m.b.t. de maximaal mogelijke emissieprijs te karig behandeld. (blz. 155). Het is de 'koers die de belegger bereid is te betalen'. De auteur erkent dat deze definitie niet operationeel is maar 'om de gedachten te bepalen kunnen wij stellen dat de hoogst mogelijke koers in de omgeving ligt van de vigerende beurskoers'. O.i. zou dit onderwerp uitgebreid aan de orde moeten komen mede op basis van de publicaties over dit onderwerp



van o.a. Diepenhorst en Bouma.

- ook menen wij dat voor de claimwaardeproblematiek niet zonder meer naar andere literatuur mag worden verwezen. Een grondige behandeling inclusief cijfervoorbeelden zou zeer goed passen in Wytzes' vijfde hoofdstuk.

- de wijze waarop cijfervoorbeelden in het algemeen worden weergegeven - vaak doorlopend in de tekst - is niet bevorderlijk voor een inzichtelijke presentatie.

- een vraagteken zetten wij achter de zin en de juistheid van het in de bijlage van hoofdstuk 5 gegeven voorbeeld van een groei-aandeel. Als men met de schrijver (blz. 157) de koers van een aandeel definieert als de contante waarde van de dividenden die op het aandeel worden verwacht, is het groeiaandeel geen erg bijzondere figuur maar slechts een door zeer hoge dividendgroei-ervachtingen gekenmerkt waarde-object. Het lage directe rendement op een dergelijke belegging heeft dan de groei-verwachting als complement ter verklaring van de relatieve hoge marktprijs. Anders gezegd: de door aandeelhouders gewenste rentabiliteit bevat zowel dit directe rendement als de groeivoet (zie Gordon-model). De koers-winstverhouding is dus voor een dergelijk geval geen juiste maatstaf voor de rendementseis!

Deze zou passen bij een *niet*-groeiende onderneming waarvan de winstinhoudingsquote 0 is. De rendementseis is dus hoger dan de 3,3% in het cijfervoorbeeld in het boek. Hoeveel hoger is afhankelijk van de winstinhoudingsquote. Zal voorts de koers-winstverhouding gelijk aan 30 blijven ondanks de lagere rentabiliteit (van 8%) van het investeringsproject t.o.v. de aanvankelijke rentabiliteit van 20%?

Tenslotte nog een foutje: waarde aandeel  $f 6.282,-$  i.p.v.  $f 628,20$  en  $f 1.000.000 : 6.282,- = 159$  aandelen. De konklusies van het voorbeeld zijn in het licht van het bovenstaande o.i. niet houdbaar.

- in de formule ter berekening van de theoretische waarde van een aandeel wordt op blz. 157 de te kapitaliseren dividendstroom ten onrechte beperkt tot een eindig aantal perioden. Is oneindigheid niet bedoeld, dan dient  $D_{\infty}$  tevens de restwaarde van het aandeel te bevatten. Hiertoe zou echter de definitie van  $D$  moeten worden herzien. Het probleem herhaalt zich op blz. 276.

- is het juist om op blz. 176 van de indifferentietheorie m.b.t. het dividend te zeggen dat deze de wijze van dividenduitkering niet van belang acht? Bedoeld wordt ongetwijfeld de hoogte van de uitkering. Zou voorts de wiskundige vergelijking van beide theorieën niet verduidelijkend zijn geweest?

- wordt in het cijfervoorbeeld van blz. 182 e.v. niet al te gemakkelijk de rendementseis gelijkgesteld aan de reciproke van de koers-winstverhouding? O.i. is de rendementseis niet 8% maar 13,31%. Zou de lezer voorts op blz. 202-203 geen behoefte hebben aan een duidelijke opsomming van de beperkende veronderstellingen van het 'samenvattend cijfervoorbeeld'?

- in hoofdstuk 7 valt de zeer geringe aandacht voor de achtergestelde obligatie-



lening (7.3.5) op in scherp contrast tot de actuele betekenis ervan. Ook verdienen internationale obligatievormen meer aandacht (bonds en notes) en mogen ook de roll-over-credits best uitgebreider aan de orde komen (blz. 216).

- waarom konkludeert de auteur uit de formule van het financiële hefboomeffect (blz. 223) dat 'er een groot tot zeer groot gebruik' van vreemd vermogen zal worden gemaakt terwijl de formule juist laat zien dat het inkomen voor aandeelhouders voortdurend *daalt*? Tegelijk met de dalende absolute winst neemt ook de eigen vermogensbasis af en in het algemeen zodanig dat de *relatieve* winst stijgt! Waarom wordt overigens het hefboomeffect zo nadrukkelijk beperkt tot het vreemd vermogen op lange termijn? Gaat van het korte-termijn-vermogen (bankkrediet, kasgeldleningen, e.d.) geen rentabiliteitseffect uit?

- bij de bespreking van het keuzevraagstuk inzake de mate van financiering met vreemd en met eigen vermogen op blz. 229 komt o.a. als doelstelling naar voren de maximalisatie van het inkomen van de aandeelhouders. Is dit niet inconsequent t.o.v. blz. 14 in hfdst. 1: 'Wij hebben ons hiermee ook gedistantieerd van de gedachte dat de leiding in feite streeft naar winstmaximalisatie ten behoeve van de aandeelhouders, of naar het doel behoort te streven'?

- verdient het geen aanbeveling in hfdst. 8 bij de behandeling van de conversiewaarde van de converteerbare obligatie het symbool S nadrukkelijk te betrekken op het *totale* bedrag van de bijstorting bij conversie?

- onbevredigend is de behandeling van het conversietijdstip in 8.6. Allerlei onduidelijkheden worden door te tekst opgeroepen i.p.v. weggenomen zoals de vraag *hoeveel* de aandelenkoers moet stijgen wil conversie aantrekkelijk worden. Waarom wordt en passant de belangrijke invloed van de algemene rentevoet op het koerspeil geëlimineerd? Waarom de mogelijkheid tot verkoop van de obligatie (naast conversie en aflossing) onbesproken gelaten? Wanneer voorts 8.6 en 8.13 zouden worden gecombineerd, zou dit een duidelijker behandeling van de premies boven conversiewaarde resp. boven obligatiewaarde kunnen opleveren. Tenslotte: moet ook aan de achtergestelde converteerbare obligatielening geen aandacht in dit boek worden besteed?

## 7. De optimale vermogensstructuur

Ook bij dit onderwerp heeft de schrijver monnikenwerk verricht dat heeft geresulteerd in een uitgebreide behandeling van een groot aantal onderwerpen. Daartoe behoren: de kosten van eigen en vreemd vermogen, de rendementseisen van de beleggers, de portefeuilletheorie, maar vooral het vraagstuk van de gewogen gemiddelde vermogenskosten waaronder de indifferentietheorie en de stabilisatietheorie, flexibiliteit en soliditeit van de vermogensstructuur, e.a. Op interessante en duidelijke wijze wordt de vermogenskostenproblematiek behandeld met puntsgewijze opsomming van veronderstellingen t.a.v. het beleggers- en ondernemingsgedrag, geschikte cijfervoorbeelden die van uit-

vourig commentaar worden voorzien, en een nuttig gebruik van formules en grafieken.

De volgende kritische aantekeningen doen aan de waardering wederom niet af.

- aan de problematiek van de vermogenskosten worden eerst 48 pagina's gewijd, aan de flexibiliteit ruim een pagina en aan de soliditeit een halve pagina. Hoe het compromis tussen de drie, inhoudende dat alle drie de doeleinden in een zekere mate worden vervuld, theoretisch gestalte krijgt wordt niet behandeld. Daarmee wordt in feite lippendienst bewezen aan het op blz. 273 beleden uitgangspunt. In de literatuur zijn bij dezelfde doeleinden betere benaderingen te vinden bijv. die op basis van aspiratieniveau's.

- de terminologie is soms verwarrend. Aanvankelijk lijkt de optimale structuur te duiden op het genoemde compromis van drie, later (blz. 315) heeft het optimum uitsluitend betrekking op de kostenminimalisatie.

- wat betekenen de begrippen 'soliditeit' en 'flexibiliteit' anders dan (de meer gangbare) termen 'financieel weerstandsvermogen' resp. 'elasticiteit van de financiële structuur'?

- dient in fig. 9.2 de  $k_O$ -curve niet een kromlijng i.p.v. rechtlijnig verloop te hebben?

- voorts geldt voor formule (19) op blz. 301 dat deze alleen opgaat voor het geval de onderneming niet groeit d.w.z. alle winst wordt uitgekeerd en men de vermogensstructuur constant houdt. De tekst suggereert een grotere algemeenheid. Moet in verband hiermee de vermelding uit de eerste druk (blz. 254) dat  $W/A$  niet langer de rendementseis is in het geval van groei, niet worden ingelast?

- hoe kunnen ondernemingsleidingen op grond van de indifferentietheorie (waarbij de gemiddelde vermogenskosten *constant* zijn) menen dat financiering met vreemd vermogen tot een *stijging* van de gemiddelde vermogenskosten kan leiden? (b.l.z. 314)

- draagt de opmerking in 9.6.9 (konklusie inzake de optimale vermogensstructuur) dat vele ondernemingen in de praktijk met meer vreemd vermogen financieren 'dan uit het voorgaande voortvloeit' niet een speculatief karakter daar het voorgaande geen bepaald houvast opleverde ter herkenning van het optimum (er was m.a.w. sprake van een zekere speelruimte) en tevens voor vele ondernemingen de kosten van eigen vermogen zeer hoog zullen zijn bij het relatief lage koerspeil in de laatste jaren?

- in 9.13 wordt gesproken van ondernemingen die wel of niet de mogelijkheid tot optimaliseren hebben. Slechts indien optimaal hierin een absolute betekenis zou hebben in de zin van beantwoordend aan een van buiten komende doelstelling, lijkt ons deze terminologie op zijn plaats. Erkent men daarentegen dat elke organisatie eigen doelstellingen kan hebben en eigen data en alternatieven dan kan elke onderneming een optimaal beleid voeren.

- de slotparagraaf 9.14 kondigt aan 'een overzicht van de financieringsopzet zoals die zal voortvloeien uit de eerder in dit boek gegeven beschouwingen'. (blz.



333). Voor degenen die verwachten alsnog het compromis m.b.t. de vermogensstructuur behandeld te krijgen, is dit een teleurstelling. Wat wordt gepresenteerd zijn 'de in werkelijkheid veelal optredende financieringsopzetten' (blz. 335).

Daarin liggen dus geen theoretische pretenties, kan men zeggen, maar consequent redenerend zou dit dan ook betrekking hebben op de 'eerder in dit boek gegeven beschouwingen'. Toch wil de auteur 'theorie en politiek' verbinden en voldoet het abstract-theoretische deel van dit hoofdstuk o.i. veel beter dan het gedeelte dat de werkelijkheid tezeer op de voet wil volgen. Een sterk klassieke oplossing van dekkingsregels komt in 9.14 uit de lucht vallen.

## **8. Het bedrijfs- of werkkapitaal**

De hoofdstukken 10 (investering in voorraden) en 11 (leverancierskrediet) zijn nagenoeg ongewijzigd t.o.v. de eerste druk. Strikt beschrijvend geven zij de keuzeproblemen weer m.b.t. het investeren in voorraden vlottende materiële activa resp. in debiteuren. Bij het laatste onderwerp komt ook het factoreren aan de orde alsook een korte beschouwing over valutarisico's.

Hoofdstuk 12 (het liquiditeitsvraagstuk) kwam in dit artikel reeds aan bod in onderdeel 3 en 5. M.b.v. enkele schema's en vele cijfervoorbeelden slaagt de schrijver er ook hier weer in de belangrijke basiskennis uiteen te zetten waarmee studenten toch altijd weer problemen hebben. Komt het op beslissingen aan dan laat het hoofdstuk te vaak verstek gaan (zie terug onder 5).

## **9. Het investeringsvraagstuk**

Het investeringsvraagstuk m.b.t. vaste activa is het onderwerp van hoofdstuk 13. Wytzes onderscheidt tussen een formele en een materiële investeringstheorie. Met de eerste wordt de in leerboeken gebruikelijke, abstracte benadering bedoeld van de analyse van investeringsprojecten.

Het omvat (inclusief de onzekerheidsaspecten) niet minder dan 77 pagina's. Met 'materiële investeringstheorie' wordt blijkbaar bedoeld de beschrijving van de typische aard en betekenis van de afzonderlijke investeringsrichtingen waaruit de onderneming kan kiezen in concrete situaties. Met theorie heeft dat weinig van doen want in feite worden onder dit hoofd de verschillende motieven tot investeren besproken zoals die in de werkelijkheid voorkomen, gekoppeld aan de verschillende groeirichtingen die ondernemingen in hun investeringsbeleid kunnen volgen (horizontale, verticale en diversificerende groei).

Wat het abstracte gedeelte betreft, moet worden bedacht dat de schrijver in hoofdstuk 9 als kritische rentabiliteitseis heeft geformuleerd de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet van de onderneming. Deze is nu gegeven. De gebruikelijke reeks van onderwerpen komt aan de orde.

Doelstellingen wisselen elkaar af waarbij o.a. de nutsmaximalisatie. De risico-opslagmethode en de zekerheidsequivalentiemethode worden beslist te karig gepresenteerd, wellicht zelfs onbegrijpelijk voor vele lezers. Op de beperkingen van beide wordt nauwelijks gewezen. Jammer is het dat in de tweede druk van het boek geen brug wordt geslagen naar investeringsbeslissingen die niet de persoonlijke risicopreferenties van de beslisser in zich dragen maar expliciet de marktprijs van aandelen en het beleggingsrisico als uitgangspunt kiezen. Be-doeld wordt de uitbouw van de investeringstheorie naar de portefeuille-theorie en de vermogensmarkttheorie, waaraan ook zijn verbonden consequenties voor de definiëring en meting van de vermogenskosten voor de investeringsanalyse anders dan volgens de traditionele methode van een gewogen gemiddelde. Wytzes laat weliswaar in de nieuwe druk de belangrijke voetnoot van blz. 397 achterwege (m.b.t. de relevantie van de portefeuille-theorie voor investerings-beslissingen) maar anders dan een, in hoofdstuk 9 opgenomen appendix over dit onderwerp komt er weinig voor in de plaats. Ons dunkt dat dit onderwerp alsook de literatuurverwijzingen zeker moeten worden verplaatst naar hoofdstuk 13.

#### **10. Bijzondere onderwerpen**

Reeds eerder wezen wij op de overzichtelijke en interessante beschouwingen over fusies en acquisities, concernfinanciering en financiële sanering, achtereenvolgens in hoofdstuk 14, 15 en 16. Een van de attractieve punten is de verwerking van vele fiscale elementen in de beschouwing. Wensen blijven er steeds zoals: meer voorbeelden en schematische presentatie, meer aandacht voor de SER-fusiecode, voor joint ventures en voor insolventiestudies en tenslotte ook een meer exacte behandelingswijze.

#### **11. Vergelijking met Amerikaanse inleidende leerboeken**

Wytzes heeft met zijn boek een geheel eigen plaats gezocht in het totale veld van publicaties over ondernemingsfinanciering. De weg die in het bijzonder de Amerikaanse literatuur in toenemende mate volgt om basiskennis van het vak bij te brengen is een geheel andere. Welke weg dat is, wordt snel duidelijk wanneer men een aantal min of meer recentelijk verschenen leerboeken van Amerikaanse origine naast elkaar legt en vergelijkt met het onderhavige boek. Wij hebben ons in dit verband gericht op de volgende boeken:

- a) James C.T. Mao: Corporate financial decisions, (Pavan Publishers, Palo Alto, California), 1976.
- b) George C. Philippatos: Financial management - Theory and Techniques, (Holden Day, Inc., San Francisco), 1973.
- c) Harold Bierman Jr. and Jerome E. Hass: An introduction to Managerial



Finance, (W.W. Norton & Company, Inc., New York), 1973.

d) James C. Van Horne: Financial Management and Policy, (Prentice Hall, Inc.), 1977, fourth edition.

e) J. Fred Weston and Eugene F. Brigham: Managerial finance, (Holt, Rinehart and Winston, London), 1976, fifth edition.

Met deze werken is een betrouwbaar beeld te verkrijgen van de huidige stand van het vak in de Amerikaanse literatuur, op leerboekniveau.

Hoezeer deze Amerikaanse werken onderling ook mogen verschillen, hun uitgangspunten zijn telkens nagenoeg gelijk en als volgt samen te vatten:

1. vooropstelling van een brok financieringstheorie noodzakelijk om de beslissingsprocessen van de financial manager in de moderne onderneming te kunnen ondersteunen. Daarbij wordt in toenemende mate gebruik gemaakt van wiskundige modellen waardoor exact denken wordt bevorderd en kwantificering mogelijk wordt.
2. het aandragen van een brok technieken nodig voor het analyseren en oplossen van financiële problemen.
3. het aangeven van het institutionele kader waarbinnen de financiële leiding haar beslissingen moet nemen.

Volgt men de ontwikkeling ook nog in tijd, dan kan worden opgemerkt dat de heersende tendens een verder uitbouwen van de theorie impliceert ten koste van de instituties. Een goed voorbeeld is het boek van James C. Van Horne in de meest recente (vierde) druk: een leerboek waarin het Capital Asset Pricing Model is opgenomen hetgeen een bevestiging van de lijn is die door Bierman en Smidt werd ingezet in 1975 met hun publicatie van de vierde druk van *The Capital budgetting decision* (MacMillan, New-York), een theoretische doorbraak op leerboek-level.

Philippatos' boek omvat overwegend theorie en zeer veel technieken (o.a. financiële ratio-analyse, wiskundige programmering, diversificatie, simulatie). Het onder c genoemde boek van Bierman en Hass is sterk theoretisch georiënteerd met de nadruk op de mathematische modellen. Toch zijn alle genoemde boeken in wezen *inleidend*. Bierman en Hass formuleren dit als volgt: 'The objective of this book is to acquaint the reader with some basic principles of finance' (bron: Preface), een omschrijving die met enige goede wil als een vrije vertaling van het doel van Wytzes' boek zou kunnen worden beschouwd. Toch is de uitwerking volkomen verschillend. Bierman en Hass zijn over hun intenties meteen duidelijk: 'By means of a series of mathematical models we attempt to help the reader to understand, in a systematic way, the effect of decisions on the financial affairs of a corporation'. Nog meer kenmerkend is wellicht hun 'bekenntenis' in dezelfde Preface: 'Many of the models are abstractions and simplifica-

tions of the real world'.

Van het boek van Weston en Brigham zou kunnen worden gezegd dat het model heeft gestaan voor Wytzes' werk v.w.b. de uitgebreidheid van de stof.

Beziet men in de Amerikaanse boeken de onderlinge verhouding tussen theorie en technieken enerzijds en instituties anderzijds dan ligt het accent op de eerste. Wytzes' boek is meer institutioneel georiënteerd en minder op theorie en technieken. De konklusie is dat het boek 'Ondernemingsfinanciering' zich uitstekend leent als aanvulling op een meer analytisch boek.

## 12. Slotbeschouwing

Terugkerend naar Wytzes' eigen bedoelingen met het boek - het geven van 'een algemeen inzicht' - kan worden vastgelegd dat de auteur hierin weliswaar in zekere zin slaagt maar daarbij een dermate brede ingang kiest dat de student, zo vrezen wij, wordt overladen met wat wij eerder in dit artikel hebben genoemd aspect-informatie. Het boek is te weinig beslissingsgeoriënteerd.

De weg die door J.L. Bouma in 1971 is ingeslagen met de publicatie van het (inmiddels al weer aan veroudering onderhevige) Leerboek der bedrijfseconomie; deel II, de theorie van de financiering van ondernemingen, moge bezwaren hebben toch achten wij de daarin vervatte meer exacte analyse van investerings- en financieringsvraagstukken - hoezeer ook ingebed in soms de werkelijkheid geweld aandoende veronderstellingen - in het algemeen een meer vruchtbaar *uitgangspunt* voor het verwerven van algemeen inzicht. Aanvullend dient dan wel kennis van institutionele aard te worden overgebracht. Impliciet distantieert Wytzes zich volledig van Bouma's aanpak. Het boek wordt zelfs nergens genoemd, ook niet als te raadplegen literatuur. Het is onze overtuiging dat de schrijver daarmee zijn lezers afsluit van de ontwikkelingen in met name de Amerikaanse literatuur uit de jaren zestig en zeventig.

Als *leerboek* achten wij het daarom minder geschikt, als *naslagwerk* daarentegen zeer waardevol m.n. in die gevallen waarin behoefte bestaat aan een snelle oriëntering in een bepaald deelonderwerp. Deze betekenis van het boek zou nog kunnen worden vergroot door in een volgende druk - waarvan wij van harte hopen dat die zal verschijnen - de sterke kanten van het boek verder uit te bouwen.